

# 黄金大师课加餐23:COMEX期货与现货黄金的联通机制(下)

戳此加入学习付鹏的<黄金投资大师课>

加餐23:COMEX期货与现货黄金的联通机制(下)

本期内容首发于 [《付鹏说》2020年3月25日 链接](#)



## 本期提要

- 1、分析COMEX市场中的交易行为
- 2、讲解EFP期现互换协议

## 本期内容

今天我们来看一下COMEX(伦敦金银市场贸易协会)市场上出现的一种现货逼仓的情况。当然了,这个逼仓跟传统商品的逼仓不太一样,怎么讲呢?因为黄金交易市场COMEX实际上是一个paper(纸货)市场,paper市场实际上交易的主要就是一些期货合约。真正在COMEX市场上发生这种现货交割的情况原则上是很少的。所以说COMEX黄金的期货交割流程,也跟很多传统商品的期货交割流程不太一样。

大家也都知道,COMEX作为最重要的纸货市场,future contract(期货合约),对应的肯定是有个现货市场。当然了,现货市场我们传统中说的就是伦敦,实际上大概分成两块。一个是传统中的LBMA的这种会员制报价,它主要报的是定盘价格。它的OTC(场外交易)市场不是特别的透明,也是在报一些比如说衍生品,包括我们关注的互换,包括各大央行、真正的金商等会员持有的Lease Rate(租赁利率),也就是黄金租赁的业务等等。

另一个就是大家经常说的所谓的现货。它实际上是综合的报价平台,是根据多家的电子交易市场平台综合出来的一个价格。比如说你在路透上看的话,就是TR的现货黄金的报价。实际上它也是综合了包括伦敦、苏黎士在内的这些交易系统,得出的一个加权的价格,所以我们称之为现货价格,也就是大家经常讲的XAU(现货黄金)。

这部分内容我在日记里也给大家写了一下,总结了一下之前的基础的知识。我重点要讲的实际上是期现货之间的打通机制。我们需要去了解,真正的纸货市场上的实物交割或者说实物黄金出现问题的时候,中间的传导机制是什么?这跟传统中的逼仓的概念还是略微不同的。

我们说LBMA这边是现货市场,COMEX这边是期货市场,中间实际上就是我们说期现要打通的这个东西,对吧?就是EFP(期货转现货),它实际上是一个互换合约。

现在假如A持有现货,B持有期货合约,原则上讲,中间完成的这一块就是EFP,也就是期现互换的这么一个远期合约。

这中间怎么操作?比如说B,一般来讲都是到期平仓或者是往后rolling(滚动),对吧?很少有人真正的去实际交割。我们假设这个时候B真的想要黄金,原则上讲他应该怎么做?

如果他真的想要黄金,他肯定持有的是COMEX期货合约的一个多头。他申请到期交割,同时需要做一个买入EFP的协议。就是说这个时候他实际上是多着期货的同时需要买一个EFP的协议。EFP的协议内容主要就是交割价格、交割机制,然后在哪儿交割等等。

EFP的生成机制非常简单,既然它叫期现互换,它的机制其实就是期现中间的基差。举个例子,比如我们假设你的期货是1100,你的现货是1110,这个时候你的期现是多少呢?你的期现就是-10。这个时候计算的结果就是-10,报价的时候就报EFP-10。

假设A是持有黄金的,他持有的是现货。A一般来讲就是银行。银行持有的这些大量的黄金现货,实际上都是对冲锁定的,不会有风险敞口。同时它会在期货市场上干嘛?肯定是保值,对吧?原则上讲,它在期货市场上就需要有一个short的头寸。等于说现货和期货之间有一个基差,所以说银行想要使得整个账面平掉,它其实充当的是一个卖出者。就是说它只要持有现货,它做的永远是卖出EFP,就是将这个基差卖掉,从而实现整个账面上是平的。相当于我的多头是现货,而我的两个空头,一个期货和一个EFP,也就是基差的这样一个互换协议,就都扔出去,从而实现对应的平衡。

当然了，对于银行来讲，这种做法实际上是非常好的。因为第一，没有风险；第二，它可以通过这种做市联通COMEX和现货之间的这种关系；第三，它还可以赚取这样的基差。所以说在EFP市场中，不光是真的期现在交易，还有很多人本身就是在交易EFP。举个例子，他可能认为基差会扩大，也不想赌单边的头寸，可能就会做一个从-10到正20的交易。

包括做黄金ETF的，尤其是那种实货黄金ETF，它实际上跟银行的道理是一样的，它也会参与基差的这种套利。在这里就比较简单，其实交易的就是EFP互换的协议。

我们来看一下，这个时候假设实现交割的话，整个流程会是什么？B到期了，他要实现交割，首先他会通知A说我有EFP了，我们作为对手盘，你是我的 counter party，我要进行平仓，理论上B就要把黄金拿过来了，对吧？所以B账面上应该是付出现金，然后拿货。它的多头的头寸肯定是平的，这个平仓是怎么实现的？实际上是通过互换平掉的。尤其到期的时候，它实际上是互换交易。互换就是我把我的黄金头寸通过EFP和我的short头寸互换给你，拿到的应该就是你交过来的现金和你的多头头寸，这个时候我的short头寸和你的多头头寸就对冲掉了，平掉了，这就叫平仓。

这个时候COMEX期货上面实际上就相当于没有头寸了，我们基本上就完成了期现的转换，对吧？你把期货的两个合约全平掉了以后，卖出EFP一执行，原则上讲，我把钱给你，你把货给我。

这时银行就拿到了现金。当然了，对于银行来讲，大问题就在于交割了以后，它还得再去市场上找到对应的黄金买回来，它在哪买？就是在现货市场上，或者在LBMA上面去买真正的现货。之后它的账就是平的，又回到了以前的这种状态。正常来讲它又可以卖出EFP，然后又可以进行short。所以很多时候这个东西可以自动的往后rolling。

所以你会发现真正交易的时候没有几个人真的会发生这种转换，就是你把黄金真的从库里拉出来给我，没有。大部分的人在交易的时候，实际上都是在交易这样的一个基差。所以对于银行来讲它就存在一个什么问题？它有可能在做市的过程中会超出敞口，这也是有可能的，对吧？并不是说完全没有，它在做 market maker的时候，其实有可能会做出这种超卖的动作。这样的话，它实际上就要承担EFP变动的这种敞口。

当然了，如果还有人真的要黄金的话，就会造成另外一种风险。

在整个框架语义中间，现在发生的是什么？很简单，疫情已经导致第一，黄金的运输出了问题。也就是简单讲，从逻辑、道理上来讲，没有办法真正意义上发生这种黄金的交割。第二是苏黎士三大金商的生产已经因为疫情停掉了。其实大家也都知道，扣除锁定的这些黄金以外，比如说被央行持有的、ETF持有的等等，这些扣掉以后，实际上可供流通的黄金量并不多。一旦金商这个层面上停产，实际上就从理论上造成了一个实货黄金超级紧张的情况。

这个时候交易者怎么去交易？很多人说这种情况下迅速的去做多。COMEX黄金的价格是怎么抬起来呢？很大一定程度上是由基差来拉动的。所以说你看到一开始传递不畅的时候，现货跟期货之间并没有快速的靠拢，这个时候就形成了一个巨大的基差。实际上当你看到基差的时候，说明大量的人在交易基差。

而且基差无法发生正常的回归，因为只有在做市商做市的时候，才能够让现货流通到期货这边，期现价格才能回复。而保持这么长时间的这样的一个EFP的价格，实际上很大一定程度上就说明期现之间的这种关系阻断了。而期货层面反映了这种关系，比如说因为物流的因素导致的，这个时候你可能会期货价格已经1650了，但现货价格可能只有1600。这个时候大家就在疯狂的买EFP，疯狂的交易基差，于是你会发现基差可能从50上到60，上到70，对吧？

原则上讲，如果银行可以迅速提供实货的话，你会发现现货价格会往上走，同时它不停的卖出互换协议，也就是告诉你我可以供应给你黄金，理论上基差就不可能再往上走了。对应的你就会看到这边往上走，这边往下走，大家就应该往中间平衡。

可是在昨天，一直到晚上12点之前，我们看到的情况，应该说整体来讲还是出现了一个中断的迹象。当然了，随后我们看到LBMA向COMEX提出了一些要求。尤其因为真正交割中间还涉及到一个标准品的问题，COMEX这边是100盎司的金条，LBMA这边是大的。这个时候还存在一个实际交割的问题。

慢慢的我们看到之后就开始出现回归了。第一，现货价格迅速的往上跟了，基差从80回落到了20多。这个时候你会发现基本上就是把实物短缺的问题反映在了期货价格上。最终当银行缓过来，可以真正去做市，可以真正把实货交出去的时候，你会发现现货价格也就往上跟了。但是因为这个基差是很多经纪商们对冲的工具，所以说你就会发现，当它开始剧烈的变动，并且丧失这种做市商功能和流动性的时候，经纪商的买价和卖价之间就会差出一个巨大的水平，比如差出50块钱，甚至差出40块钱等等。

这种情况下，实际上就是要应对做市商流动性不足的风险。即便是你看到了这样的一个价差，如果透过这些交易商的机制，你也可能做不进去。

到这里，我就大概把这个模式跟大家解释清楚了。这是非常核心的一部分内容，就是涉及到黄金真正意义上交割的时候期现的这种沟通机制，这是跟很多商品不太一样的地方。

- END -

见闻

大师课 · 付鹏

第三季

# 黄金投资思维特训

搭建FICC视角下的黄金投资方法论

## 一、黄金大师课概览与框架

1.1 黄金大师课概览

1.2 黄金大师课框架

## 二、资本市场的成熟化与投资启示

2.1 黄金历史价格走势复盘

2.2 黄金中观框架：实际利率

2.3 黄金：历史的天空回顾——隐形通货膨胀税

2.4 黄金：历史的天空回顾——石油危机与利率约束

2.5 黄金：历史的天空回顾——布雷顿森林体系崩溃

2.6 美国企业债务杠杆问题

2.7 美国财富的累积与分配

2.8 透过财政赤字看美国社会的核心问题

2.9 利率的终结导致美国社会阶层固化

### **三、黄金宏观分析框架与历史复盘**

3.1 黄金宏观框架：债务与信用

3.2 透过美国四大部门杠杆看债务与信用

3.3 美国信用问题与债务货币化

3.4 日本和中国的四大部门杠杆

3.5 黄金分析框架与路径总结

### **四、黄金与其他资产的分析框架**

4.1 黄金租赁利率

4.2 黄金与日元：套息交易下的反馈机制

4.3 黄金与其他资产的比价、传导关系

### **五、黄金交易层面的注意事项**

5.1 黄金CFTC持仓分析

5.2 商品交易层面方法论上的思考

### **六、白银分析框架与交易策略**

6.1白银基本面分析的特殊性

6.2商品的实货交易与风险对冲